



Klein, aber fein?

Kapitalmarktfinanzierung subnationaler Gebietskörperschaften im Aufwind

25. Juli 2014

Autoren

Stefan Vetter
+49 69 910-21261
stefan.vetter@db.com

Frank Zipfel
+49 69 910-31890
frank.zipfel@db.com

Jan Fritsche

Editor

Barbara Böttcher

Deutsche Bank AG
Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

www.dbresearch.de

DB Research Management
Ralf Hoffmann

Anleihen subnationaler Gebietskörperschaften (Regionen und Kommunen) sind ein bislang wenig beachtetes Segment. Dabei sind Anleihen die dominierende Finanzierungsform der deutschen Bundesländer und spielen auch in anderen europäischen Ländern eine zunehmend wichtige Rolle.

In Europa wird der Markt für subnationale Anleihen von den deutschen Gebietskörperschaften dominiert, die allein 72% des Gesamtvolumens ausmachen. Der überwiegende Teil davon entfällt auf die Bundesländer, die von der ausgezeichneten Bonität des Zentralstaates profitieren und vergleichsweise geringe Refinanzierungskosten haben.

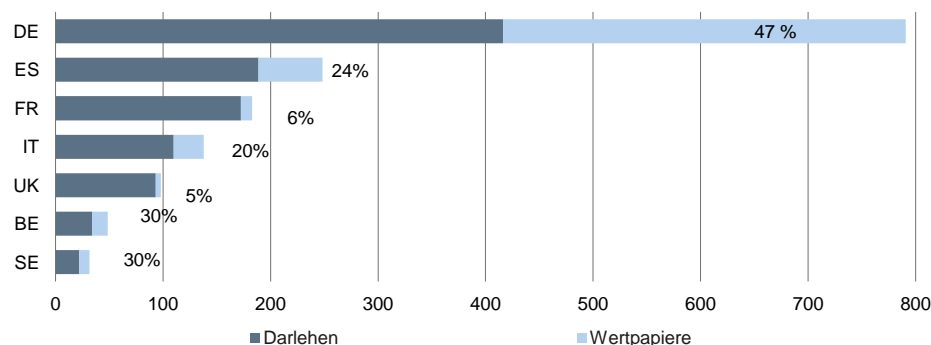
Während die Ratings der Bundesländer gleichauf oder nur knapp unter dem AAA-Rating Deutschlands liegen, variieren sie zwischen den Regionen in Italien und Spanien um bis zu fünf Stufen. Einige wenige Regionen mit besonders geringer Verschuldung haben aktuell sogar ein besseres Rating als der Zentralstaat.

Ab 2011 waren viele der Autonomen Gemeinschaften in Spanien praktisch vom Kapitalmarkt abgeschnitten und selbst solventere Regionen konnten sich nur noch kurzfristig und zu hohen Kosten refinanzieren. Mehr als die Hälfte musste unter den Rettungsschirm der Regierung schlüpfen. Zuletzt konnten sie jedoch von sinkenden Risikoprämien profitieren. Regionen außerhalb des Rettungsschirms hatten in den ersten Monaten von 2014 bereits eine rege Emissionstätigkeit und mussten kaum höhere Zinsen bieten als äquivalente Staatsanleihen.

Im zentralistischen Frankreich ist die Bedeutung der regionalen Ebene eher gering, aber Emissionen der Kommunen dürften durch die neugegründete Agence France Locale in den nächsten Jahren zunehmen. Eine kommunale Finanzagentur ist auch im Vereinigten Königreich im Aufbau begriffen. In beiden Ländern ist insbesondere die schwedische Kommuninvest Vorbild. In Deutschland steckt die Diskussion bisher noch ganz am Anfang.

Verschuldung der lokalen und regionalen Gebietskörperschaften

in EUR Mrd.; die Prozentangaben sind der Anteil der Wertpapiere am Gesamtvolumen



Quellen: Eurostat, EZB, Bundesbank, Department for Communities and Local Government

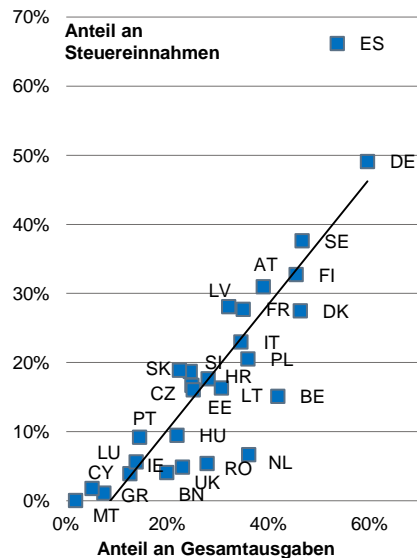


Klein, aber fein? Kapitalmarktfinanzierung subnationaler Gebietskörperschaften

Fiskalische Bedeutung subnationaler Gebietskörperschaften

1

jeweilige Anteile, 2012



Quellen: Eurostat, EU Kommission

Subnationale Gebietskörperschaften – ein bislang wenig betrachtetes Segment

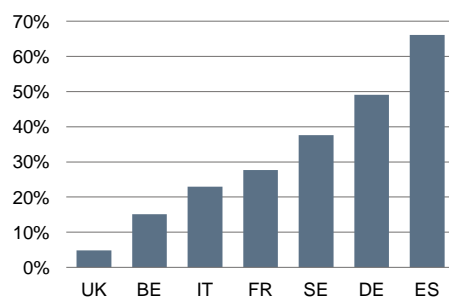
In Zeiten niedriger Zinsen und hoher makroökonomischer Unsicherheit gewinnen naturgemäß jene Anlageformen an Attraktivität, die als relativ sicher gelten und zugleich eine positive Renditedifferenz zu Staatsanleihen mit Investment Grade aufweisen. Davon haben zuletzt beispielsweise Unternehmensanleihen profitiert, die mit vergleichsweise moderaten Risikoaufschlägen eine sehr hohe Nachfrage generieren konnten.¹

Anleihen von lokalen und regionalen Regierungen besitzen das Potenzial, zukünftig eine wichtigere Rolle in Europa zu spielen. In diesem Segment zählen die deutschen Bundesländer zu den Vorreitern, daneben auch die Autonomen Gemeinschaften in Spanien. Letztere wurden zwar durch die kaum mehr finanzierbaren Risikoaufschläge der Peripherie-Bonds weitestgehend vom Markt abgeschnitten, aber inzwischen hat sich das Marktumfeld wieder deutlich verbessert. Außerdem werden die nach skandinavischem Vorbild neu geschaffenen bzw. geplanten Finanzagenturen in Frankreich und dem Vereinigten Königreich dazu beitragen, dass sich Kommunen dort künftig einfacher und günstiger am Markt refinanzieren können.

Subnationaler Anteil an den gesamten Steuereinnahmen

2

ohne Sozialversicherung, 2012



Quelle: EU Kommission

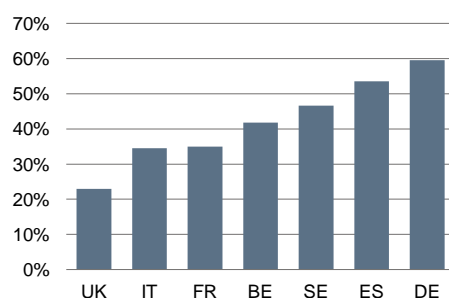
In der EU weisen Deutschland, Österreich, Belgien und Spanien eine ausgeprägte Dreigliederung in Zentral-, Regional- und Lokalregierung auf. Die wichtigsten Einheiten auf der Ebene der Regionen sind die Autonomen Gemeinschaften bzw. Comunidades Autónomas (CA) in Spanien, sowie die Bundesländer in Deutschland. Alles unterhalb dieser Ebene wird in der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung zur lokalen Ebene zusammengefasst. In den anderen EU-Ländern, in denen Regionen entweder nicht existieren oder ihre Bedeutung vergleichsweise gering ist (z.B. Frankreich und Italien), wird zumeist nur zwischen lokaler und zentralstaatlicher Ebene unterschieden.

Im europäischen Vergleich kann man den Regionen in Spanien und Deutschland die größte Autonomie zusprechen, wobei eine solche Bewertung nicht immer widerspruchsfrei möglich ist. Gemessen an den gesamten Steuereinnahmen und öffentlichen Ausgaben ist die Bedeutung der deutschen und spanischen Regionen im föderalen Gefüge jedoch deutlich größer als in den anderen EU-Staaten (siehe Grafiken 1-3).

Anteil der subnationalen Ausgaben an den Gesamtausgaben

3

ohne Sozialversicherung, 2012



Quelle: Eurostat

Der subnationale Anteil an den Steuereinnahmen liegt in Spanien bei 66% und in Deutschland bei 49%. Besonders stark zentralstaatlich organisiert ist das Vereinigte Königreich, wo die subnationale Ebene nur 5% der Steuern erhebt. Italien und Frankreich nehmen einen Platz im Mittelfeld ein; die anteiligen Steuereinnahmen der Lokalregierungen liegen bei 23% bzw. 28%. Auch beim Anteil der Ausgaben der Gebietskörperschaften liegen Frankreich und Italien mit jeweils 35% zwischen dem Vereinigten Königreich (23%) und Spanien (54%). Die deutschen Gebietskörperschaften führen das Feld mit einem Wert von 60% an.

Auch die Verschuldung der Gebietskörperschaften weist eine ausgeprägte Heterogenität auf. Im EU 27-Durchschnitt macht die subnationale Verschuldung 14,5% der Gesamtverschuldung aus. Während das Vereinigte Königreich mit einem Anteil von 5,6% eine relativ geringe subnationale Verschuldung aufweist,

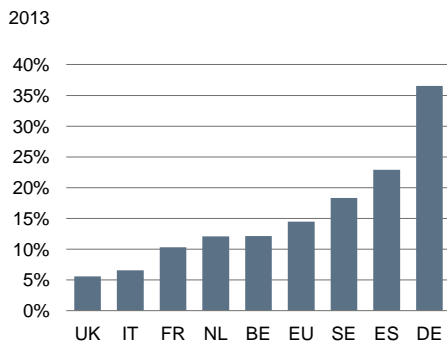
¹ Siehe Kaya und Meyer (2013).



Klein, aber fein? Kapitalmarktfinanzierung subnationaler Gebietskörperschaften

Anteil der subnationalen Verschuldung an der Gesamtverschuldung

4

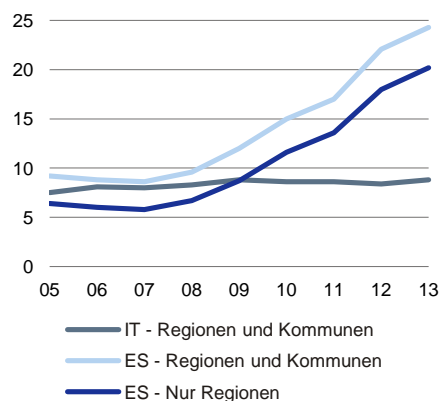


Quelle: Eurostat

Entwicklung der subnationalen Verschuldung in Spanien und Italien

5

in Prozent des BIP

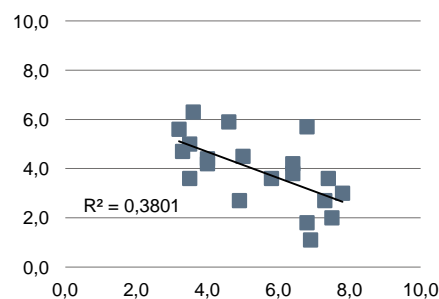


Quelle: Eurostat

OECD-Autonomieindikator: Negativer Zusammenhang der Subindikatoren

6

X-Achse: Nachhaltigkeit der Verschuldung
Y-Achse: Spielraum beim Auftreten von Schocks



Quelle: OECD

sind es in Spanien 22,9% und in Deutschland sogar 36,6%. Auf die lokalen Gebietskörperschaften entfallen 10,3% der französischen und 6,5% der italienischen Gesamtverschuldung.

Die Entwicklung der subnationalen Verschuldung verlief innerhalb der EU zuletzt sehr unterschiedlich. Während sie sich in Spanien im Vergleich zur Vorkrisenphase in etwa verdreifachte, blieb sie bei den italienischen Regionen und Kommunen weitestgehend konstant (Grafik 5). Der Anstieg der subnationalen Verschuldung in Spanien ist im Wesentlichen auf die Neuverschuldung der Regionen zurückzuführen. Dieser Vergleich ist alleine jedoch wenig aussagekräftig, da die italienischen Regionen aufgrund ihrer eingeschränkten Autonomie schlicht keine Möglichkeit hatten, sich im selben Ausmaß zu verschulden.

Wie umfangreich die fiskalische Autonomie einer Region tatsächlich ist, lässt sich aus solchen Statistiken nur bedingt herauslesen. Einerseits erscheint eine Region weitgehend autonom, wenn sie einen Großteil der Einnahmen durch selbst erhobene – und eigenständig festsetzbare – Steuern erzielt. Dies ist jedoch nur der Fall, wenn es Spielraum bezüglich der Verwendung gibt. Falls eine explizite oder implizite Zweckbindung existiert, z.B. für Teile der Krankenversorgung oder das Verkehrsnetz, ist diese Autonomie deutlich eingeschränkt. Die eigenständige Schuldenaufnahme ist ein weiterer Aspekt der Autonomie einer Gebietskörperschaft. Für die fiskalische Stabilität des Gesamtstaates ist es einerseits wünschenswert, dass sich Regionen nur im Rahmen klar definierter Regeln verschulden dürfen. Andererseits kann kurzfristige Neuverschuldung nötig sein, um temporäre und regional begrenzte Schocks abzufedern.

Die OECD erstellt seit 2005 einen Indikator zur Beurteilung der fiskalischen Regelbindung subnationaler Gebietskörperschaften, der sich aus vier Unterkategorien zusammensetzt: (i) Regelungen zur Gesamtgröße des subnationalen Sektors, (ii) Regelungen, die auf die Effizienz der Regierung abzielen (iii) Regelungen zur Nachhaltigkeit der Verschuldung, (iv) Regelungen zu diskretionärem Spielraum beim Auftreten von Schocks. In aggregierter Form ist die Aussagekraft des Indikators jedoch begrenzt, da manche Subkategorien kaum miteinander vereinbar sind. Beispielsweise setzt diskretionärer Spielraum beim Auftreten von Schocks voraus, dass sich eine Region in Rezessionen selbständig stärker verschulden kann. Dies steht in offensichtlichem Widerspruch zu einem System mit strengen Schuldenregeln, das auf fiskalische Nachhaltigkeit ausgerichtet ist. Daher ist es nicht überraschend, dass diese beiden Subkategorien eine negative Korrelation aufweisen (Grafik 6). Auffällig ist zudem, dass der Teilindikator zur Nachhaltigkeit der Verschuldung sogar leicht positiv mit dem subnationalen Anteil an der Gesamtverschuldung korreliert ist. Für die Beurteilung der regionalen Autonomie ist im Einzelfall also eine qualitative Beurteilung nötig.

Die Bedeutung von Anleihen als Instrumente regionaler Verschuldung in Europa

In Europa gibt es große Unterschiede bei der Bedeutung von Wertpapieren (bzw. Anleihen) für regionale und lokale Gebietskörperschaften. Während sich die Länder und Kommunen in Deutschland zu 47% über den Kapitalmarkt verschulden, macht der Anteil der Wertpapiere an der Verschuldung der Regionen und Kommunen in Frankreich nur 6% und im Vereinigten Königreich nur 5% aus. In Spanien werden 24% der subnationalen Verschuldung über Bonds refinanziert, in Italien sind es 20%.

Die Ausgabe eigener Anleihen geht mit Fixkosten einher, die sich erst ab einem gewissen Volumen lohnen. Eine Ausgabe von Anleihen kann aber auch eine Notwendigkeit mangels anderer Alternativen sein, wenn zuvor etablierte Anbieter von Krediten nicht mehr in dem Maße am Markt auftreten wie zuvor. Ein



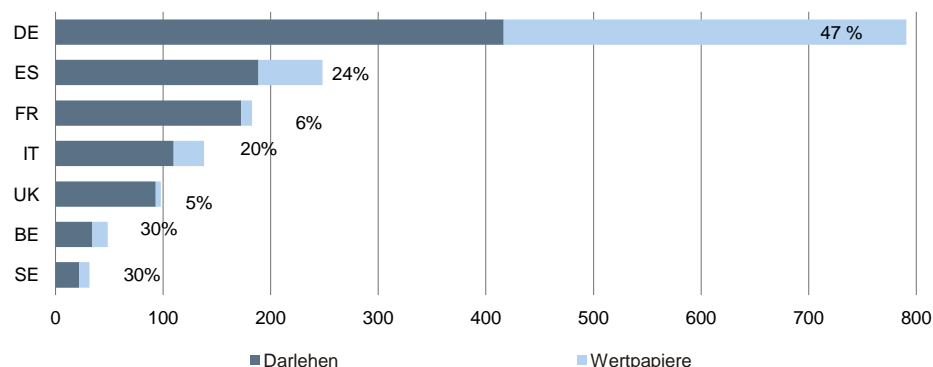
Klein, aber fein? Kapitalmarktfinanzierung subnationaler Gebietskörperschaften

wesentlicher Faktor für die Attraktivität von Bonds als Verschuldungsinstrument ist das Rating der jeweiligen lokalen oder regionalen Körperschaft. Darüber hinaus haben auch der institutionelle Rahmen und die Größe der Region einen Einfluss. In Ländern mit relativ kleinen regionalen Einheiten sind die Gebietskörperschaften verstärkt darauf angewiesen, sich zusammenzuschließen, um größere Volumina am Kapitalmarkt platzieren zu können.

Verschuldung der lokalen und regionalen Gebietskörperschaften

7

in Milliarden Euro; die Prozentangaben sind der Anteil der Wertpapiere am Gesamtvolumen



Quellen: Eurostat, EZB, Bundesbank, Department for Communities and Local Government

Wichtig bei den institutionellen Gegebenheiten ist vor allem die Frage, wie die Haftung der Gebietskörperschaften im Innenverhältnis gestaltet ist und ob damit bspw. ein Bail-Out durch übergeordnete Ebenen möglich ist. Dazu gehört aber auch, ob ein Finanzausgleichssystem existiert und inwieweit Kommunen und Regionen Finanzautonomie (z.B. Steuerhoheit, Verschuldungsrecht) besitzen. Was aus Sicht eines Investors wünschenswert ist (z.B. die Möglichkeit eines „Bail-Out“), kann jedoch mit negativen Anreizeffekten verbunden sein (z.B. unsolide Haushaltsführung).

Finanzausgleichssysteme in Europa

8

Fiskalische Ausgleichssysteme existieren in vielen europäischen Ländern und können sowohl die vertikale Umverteilung (zwischen unterschiedlichen staatlichen Ebenen) als auch die horizontale Umverteilung zwischen reicheren und ärmeren Einheiten zum Ziel haben.

Kennzeichnend für das föderalistische System **Deutschlands** ist neben einem engen Finanzverbund auch das allgemeine „Bündische-Prinzip“ (d.h. das füreinander Einstehen zwischen Bund und Ländern sowie Ländern und Kommunen). Materiell spiegelt sich diese fiskalische Solidarität v.a. in der finanziellen Verflechtung von Bund und Ländern wider. Rund 70% der Steuereinnahmen werden zwischen den verschiedenen Gebietskörperschaften aufgeteilt und ein Teil davon wird im Rahmen des Länderfinanzausgleichs umverteilt. Das fiskalische Ausgleichssystem sorgt für die praktische Verankerung des Solidarprinzips und des gegenseitigen füreinander Einstehens (und damit einen „Bail-out“) im Bundesstaat.*

Italiens Gebietskörperschaften sind fest miteinander verwoben. Einerseits verteilt die Zentralregierung die subnationalen Steuereinnahmen teilweise um, andererseits wurde ein Staatsfonds eingerichtet, der Regionen mit niedrigen Steuereinnahmen unterstützt. Dieser Fonds garantiert ein Mindestniveau öffentlicher Leistungen in den Bereichen Gesundheitsversorgung, Bildung und Sozialleistungen.** Die geleisteten Transfers orientieren sich an den Kosten der effizientesten Region.

Auch in **Frankreich** existieren vertikale und horizontale Ausgleichsmechanismen nebeneinander.*** 2012 entsprach der vertikale Finanzausgleich mit 7,34 Mrd. EUR ca. 3% der Ausgaben auf lokaler Ebene. Im Zuge einer Umgestaltung hin zu einem stärkeren horizontalen Ausgleich wurden vier neue Fonds gegründet. Der wichtigste ist der seit 2012 existierende nationale Ausgleichsfonds (Fonds national de péréquation des ressources intercommunales et communales). Dieser horizontale Ausgleichsmechanismus soll bis 2016 ca. 2% der Einnahmen auf kommunaler Ebene umverteilen.

In **Spanien** existieren mehrere Fonds für den finanziellen Ausgleich unter den Regionen.**** Der größte Fonds (Fondo de Garantía de Servicios Públicos Fundamentales) setzt sich aus 75% der Steuereinnahmen, die den Autonomen Gemeinschaften zustehen, und zusätzlichen Staatsbeiträgen zusammen. Die Aufteilung basiert auf einer Ausgaben-Formel, die sicherstellen soll, dass die Regionen über die gleichen Ressourcen pro Kopf verfügen. Daneben existiert noch ein sogenannter Suffizienzfonds (Fondo de Suficiencia Global), der in letzter Instanz verbleibende Differenzen ausgleicht. Zwei Konvergenzfonds (Fondos de Convergencia) wurden speziell für die strukturschwachen Regionen eingerichtet. Von diesem Ausgleichssystem sind das Baskenland und die Region Navarra ausgenommen, sie müssen jedoch jeweils einen ausgehandelten Betrag an den Suffizienzfonds leisten.

Das Ausgleichssystem im **Vereinigten Königreich** hat sowohl eine vertikale als auch eine horizontale Komponente. Die Umverteilungsmechanismen sind jedoch von untergeordneter Bedeutung, da Transfers des Zentralstaates ohnehin den größten Teil der Einnahmen von Gebietskörperschaften ausmachen.

Die Finanzausgleichssysteme sorgen für eine starke Umverteilung der Einnahmen auf subnationaler Ebene. 2012 haben in Italien Mechanismen zur Umverteilung den Gini-Koeffizienten (ein Maß für die Ungleichheit der Einnahmen der Regionen) von 0,19 auf 0,04 gesenkt. Das Transfersystem Spaniens senkte den Gini-Koeffizienten der Regionen von 0,15 vor der Umverteilung auf 0,04 danach.

Quellen: *Zipfel (2011), **Blöchliger und Vammalle (2012); OECD (2013); Vallier und Boulanger (2012), *** Collectivités Locales (2014), ****Ministerio de Hacienda y Administraciones Publicas (2014)



Gemeinsamer Auftritt am Kapital- und Kreditmarkt – auch außerhalb Skandinaviens immer beliebter

Die skandinavischen Staaten blicken auf langjährige Erfahrungen mit sogenannten kommunalen Finanzagenturen zurück – so ist bspw. Kommuninvest in Schweden bereits 1986 gegründet worden. Mit Hilfe dieser kommunalen Finanzagenturen konnten die lokalen Gebietskörperschaften ihre Kapitalbeschaffung vereinfachen und die Zinslast verringern. Die Kommunen in den skandinavischen Staaten können so zwischen 40 und 90% ihrer Schulden über die Finanzagenturen am Kapitalmarkt decken.² Außerhalb Skandinaviens gibt es in Europa bisher kaum Erfahrungen mit gemeinschaftlichen Anleiheemissionen. Vermutlich ist genau das ein wichtiger Grund dafür, dass die Ausgabe von Anleihen bei lokalen und regionalen Gebietskörperschaften in vielen europäischen Ländern bisher wenig ausgeprägt ist.

Prinzipiell sind Kommunale Finanzagenturen gut geeignet, um nachgeordneten Gebietskörperschaften neue und vorteilhafte Finanzierungsalternativen über den Kapitalmarkt zu bieten. Durch die Bündelung der Kapitalnachfrage entsteht gegenüber einer einzelnen Mittelbeschaffung eine Reihe von Vorteilen, insbesondere Fixkostendegression, höhere Volumina und Liquidität sowie diversifizierte Produkte. Diese können für nachgeordnete Gebietskörperschaften erhebliche Kostenvorteile generieren und einen Gang an den Kapitalmarkt überhaupt erst ermöglichen. Gleichzeitig entsteht ein Produkt, das auch für viele internationale Investoren interessant sein kann. Den einen Typ Finanzagentur gibt es angesichts der vielfältigen Ausgestaltungsmöglichkeiten jedoch nicht – wesentliche Gestaltungselemente sind die gegenseitige Haftung sowie die Bedingungen für eine Mitgliedschaft in einer Agentur (diese kann z.B. von einer Bonitätsprüfung abhängig sein).

In Frankreich wurde im Dezember 2013 die *Agence France Locale* gegründet. Diese Finanzagentur soll öffentliche französische Institutionen dabei unterstützen, sich zu finanzieren. Im Herbst 2014 ist die erste Ausgabe von Anleihen mit einem Volumen von bis zu einer Milliarde geplant. Die am Kapitalmarkt aufgenommenen Mittel werden nach internen Kriterien für Solvenz und Risiko an die Mitglieder der Agentur weitergegeben. Zudem existieren – allerdings zumeist nicht notierte – Gemeinschaftsanleihen von lokalen und regionalen Gebietskörperschaften in Frankreich. Auch im Vereinigten Königreich wird derzeit am Aufbau einer kommunalen Finanzagentur (Municipal Bond Agency) gearbeitet. Diese soll unabhängig von der Mittelbeschaffung über das vom Schatzministerium (UK Debt Management Office) geführten Public Works Loan Board (PWLB) gemeinsame Anleihen von britischen Kommunen am Markt begeben. Die erste Anleihe soll in 2015 begeben werden, das Volumen soll i.d.R. GBP 250 – 300 Mio. betragen, während zum Markteintritt ein höheres Volumen angestrebt wird.

In Deutschland gibt es bislang praktisch keine Erfahrung mit kommunalen Finanzagenturen. Auf Ebene der Bundesländer haben sich aber die sogenannten Länderjumbos als Werkzeug der gemeinschaftlichen Mittelbeschaffung etabliert. Diese weisen häufig ein Volumen von EUR 1 Mrd. und mehr aus und sind daher häufig liquider als die Anleihen einzelner Länder wodurch der Zinsspread gegenüber Bundesanleihen geringer ausfällt. Wie bei der im Juni 2013 erstmals vom Bund und einigen Bundesländern gemeinsam begebenen Bund-Länder-Anleihe haften die Länder bei einem Jumbo nur anteilig und nicht gemeinsam oder gesamtschuldnerisch.

² Siehe hierzu auch Zipfel und Mann (2012).



Anleihen auf subnationaler Ebene: Motivation, Vor- und Nachteile

Ob sich die Emission von Anleihen für eine Region bzw. eine Kommune lohnt, ist einerseits eine Frage der relativen Preise. Da sich Regionen sowohl über Anleihen am Kapitalmarkt als auch über Kredite bei Banken verschulden können, bestimmt die jeweils fällige Verzinsung die Attraktivität der Anleiheemission. Darüber hinaus gibt es aber auch Vor- und Nachteile, die sich aus der Verflechtung der föderalen Ebenen ergeben.

Die Ausgabe von subnationalen Anleihen hat einige potenzielle Vorteile:

- Aus gesamtstaatlicher Sicht kann sich die Möglichkeit, dass subnationale Einheiten eigenverantwortlich Anleihen emittieren dürfen, positiv auf die fiskalpolitische Solidität auswirken. Schließlich sollte sich eine unverantwortliche Finanzpolitik von Regionen in einem schlechteren Rating und höheren Zinsen niederschlagen. Außerdem erhöht eine Emission die Anforderungen an die Transparenz der Finanzen.
- Anleihen werden üblicherweise mit einer Laufzeit von 3-10 Jahren herausgegeben und können so dazu beitragen, die mittel- bis längerfristige Finanzplanung zu verbessern.
- Da Anleihen am Markt gehandelt werden können und ein großer Kreis an Interessenten Zugang dazu hat, können die Kosten niedriger sein als bei Bankkrediten, wo ein relativ kleiner Kreis an Finanzinstituten jeweils eine hohe Kreditsumme herausgibt.

Allerdings gibt es auch potenzielle Risiken:

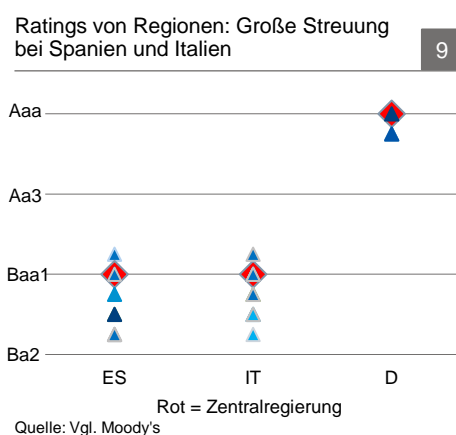
- Ohne eine glaubhafte „No bail out“-Klausel ist das Rating der subnationalen Einheit eng gekoppelt an jenes der Staatsanleihen. Durch die implizite Garantie des Staates entsteht ein Moral-Hazard-Problem. Subnationale Einheiten können sich günstiger verschulden und größere Risiken eingehen, als es aufgrund ihrer Fundamentaldaten gerechtfertigt ist, während der Zentralstaat die Risiken dafür übernehmen muss.
- Wenn keine funktionierenden Schuldenregeln existieren, kann die exzessive Verschuldung subnationaler Einheiten die Solvenz des Zentralstaates gefährden und dessen Refinanzierung erschweren.

Die Kosten subnationaler Anleihen dürften im Normalfall höher sein als bei einer äquivalenten Staatsanleihe, da subnationale Anleihen eine höhere Verzinsung bieten müssen. Diese höhere Verzinsung lässt sich auf ein höheres Kreditrisiko und eine geringere Liquidität zurückführen. Da der Zentralstaat einen größeren Anteil am Gesamtbudget, mehr Spielraum bei der kurzfristigen Änderung von Steuern und zumeist einen geringeren Anteil an fixen Ausgaben hat, ist das Kreditrisiko tendenziell niedriger. Außerdem sind subnationale Anleihen aufgrund des geringeren Emissionsvolumens weniger liquide, so dass eine Liquiditätsprämie geboten werden muss.



Das Rating von subnationalen Emittenten

Falls eine explizite Garantie der obersten föderalen Ebene für Anleihen untergeordneter Einheiten existiert, haben beide naturgemäß das gleiche zugrundeliegende Risiko und daher auch ein identisches Rating. Dies ist beispielsweise der Fall bei staatlichen Förderbanken (z.B. KfW in Deutschland, ICO in Spanien). Zwischen der obersten und den nachfolgenden föderalen Ebenen ist die Garantie zumeist nur implizit. Im Fall von Deutschland bedeutet dies, dass zwar der Zentralstaat ein AAA-Rating besitzt, von den bewerteten Bundesländern aber nur diejenigen, die als besonders solvent gelten. Die anderen Bundesländer liegen eine oder zwei Stufen darunter.³ Neben der impliziten Mithaftung des Gesamtstaates führt die Existenz fiskalischer Ausgleichsmechanismen dazu, dass die Ratingagenturen einen Rating Floor festsetzen, den auch Regionen mit schwächeren Fundamentaldaten und hoher Verschuldung nicht unterschreiten.



Bei AAA-Ländern kann eine Region zwangsläufig kein besseres Rating als der Zentralstaat besitzen, aber auch sonst ist dieser Fall eher unüblich. Ausnahmen gibt es beispielsweise in Spanien und Italien. Das Baskenland und Navarra haben bei einigen Agenturen ein besseres Rating als Spanien selbst. Beide Regionen haben ein deutlich überdurchschnittliches Pro-Kopf-Einkommen, eine relativ geringe Verschuldung und verfügen über begrenzte Autonomie beim Festsetzen von Steuern. In Italien ist das Rating der Autonomen Provinzen Bozen und Trento bei Moody's um zwei Stufen besser als das des Zentralstaates, die Lombardei ist eine Stufe besser. Bozen und Trento besitzen einen Sonderstatus mit höherer finanzieller und legislativer Autonomie, haben eine außergewöhnlich starke fiskalische Position und weisen eine sehr geringe Verschuldung auf. Die Lombardei verfügt zwar nicht über einen besonderen konstitutionellen Status, aber ist nicht nur die Region mit der größten und diversifiziertesten Wirtschaftsleistung, sondern hat auch die niedrigste Verschuldung gemessen am BIP.⁴

Welche Faktoren erklären das Rating spanischer Regionen?

Jede spanische Region hat ein Rating von zumindest einer der drei großen Agenturen, die meisten von mehreren. Interessant ist, dass die Reihenfolge der Regionen bei allen Agenturen zwar sehr ähnlich ist, aber sich die Spannweite deutlich unterscheidet. Während der Unterschied zwischen den Regionen mit dem jeweils besten und schlechtesten Rating bei Fitch nur 2 Stufen beträgt, sind es bei Standard & Poor's 4 Stufen und bei Moody's sogar 5 (Stand 1. Quartal 2014).

Zur Bestimmung der Einflussfaktoren transformieren wir die Ratings in eine ordinale Skala von 1 (C bzw. DDD) bis 22 (Aaa bzw. AAA) und berechnen für jede Region das durchschnittliche Rating. Dieses weist eine sehr hohe negative Korrelation mit dem Verschuldungsgrad in Prozent des BIP auf. Eine signifikant positive Korrelation gibt es mit dem regionalen Pro-Kopf Einkommen und einem binären Indikator für einen rechtlichen Status mit Fiskalautonomie (Baskenland und Navarra). Die Korrelationskoeffizienten mit dem durchschnittlichen Rating sind:

Regionale Verschuldung (% des BIP): - 0,7083 ***

Regionales Pro-Kopf BIP (in EUR 1000): 0,5954 **

Fiskalautonomie-Dummy (1 für Baskenland & Navarra, 0 sonst): 0,6351 ***

Hierbei stehen ***, ** und * für Signifikanz zum 1%, 5% und 10%-Niveau. Eine OLS-Regression mit heteroskedastizitätsrobusten Standardfehlern bestätigt diese Ergebnisse:

$$\text{Rating} = 13,230 - 0,092^{***} \text{ Verschuldung} + 0,076^{**} \text{ BIP pro Kopf} + 0,958^{**} \text{ Fiskalautonomie} - 0,105^{*} \text{ Bevölkerung}$$

Eine um 10 Prozentpunkte geringere Verschuldung, ein EUR 13.000 höheres Pro-Kopf BIP oder ein rechtlicher Status mit Fiskalautonomie gehen c.p. mit einer Ratingverbesserung um eine Stufe einher. (Die marginale Signifikanz der Bevölkerung in Mio. resultiert daraus, dass sich drei der vier größten Regionen Mittel aus dem LFA leihen mussten. Allerdings ist der Einfluss ökonomisch insignifikant, da er bei keiner Region die Einstufung in eine höhere oder niedrigere Stufe erklären könnte.) Obwohl dieses einfache Modell nur einen kleinen Teil der maßgeblichen Kriterien für den Rating-Prozess enthält, hat es bereits einen hohen Erklärungsgehalt ($R^2 = 0,84$).

³ Nur Fitch bewertet alle Bundesländer, die eine Rating-Note erhalten, wie den Zentralstaat mit der Bestnote AAA.

⁴ Siehe Pressemitteilung vom 18.02.2014: "Moody's changes outlook to stable on 19 Italian sub-sovereigns; ratings affirmed."

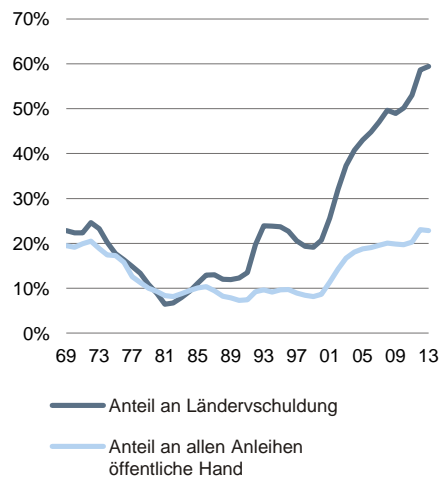


Klein, aber fein? Kapitalmarktfinanzierung subnationaler Gebietskörperschaften

Bedeutung der Anleihefinanzierung für Länder hat rasant zugenommen

11

Anteil der Länderanleihen am Länderschuldenstand sowie am Gesamtumlauf öffentl. Anleihen

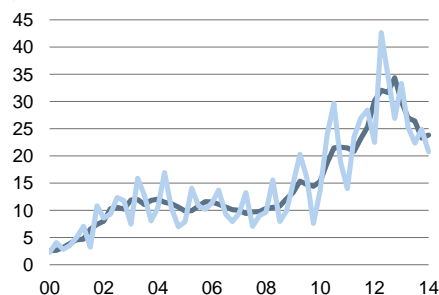


Quellen: eigene Berechnungen, Bundesbank, Statistisches Bundesamt

Meiste Anleihen in Q1 emittiert

12

Brutto-Absatz Länderanleihen in Mrd. EUR, gleitender Durchschnitt

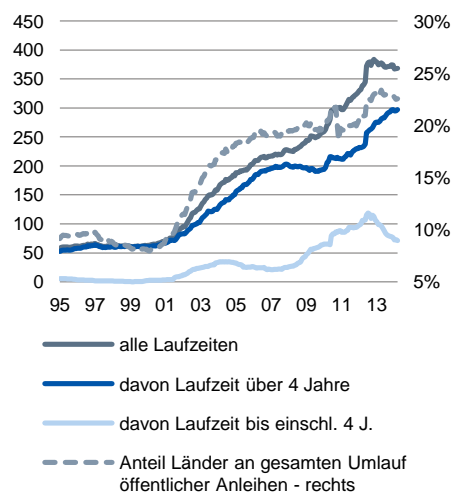


Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Anleihen immer beliebter

13

Nominalwert umlaufender Anleihen der Länder in Mrd. EUR



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Deutschland: Anleihefinanzierung bleibt mit Abstand wichtigste Finanzierungsform der Länder

Die deutschen Bundesländer genießen qua Verfassung grundsätzlich Unabhängigkeit in ihrer Haushaltsführung. Die Autonomie auf der Einnahme- und Ausgabeseite ist de facto jedoch stark eingeschränkt, da insbesondere auf der Einnahmeseite die Bundesländer zwar über den Bundesrat an der Steuergesetzgebung beteiligt sind, aber keine quantitativ bedeutenden autonomen Entscheidungen über die Höhe der eigenen Steuereinnahmen treffen können. Zudem existieren eine enge finanzielle Verflechtung sowie ein umfassendes Finanzausgleichssystem zwischen den verschiedenen Gebietskörperschaften.⁵

Weitgehend autonom entscheiden Bundesländer und Kommunen jedoch über die Kreditaufnahme. Für die Bundesländer wird ab 2020 durch die Schuldenbremse allerdings der Spielraum hierfür deutlich eingeschränkt werden. Auf kommunaler Ebene existiert keine der Schuldenbremse vergleichbare Regel. Vielmehr ist dort die Kreditaufnahme durch die Kommunalordnung eng mit den Investitionen verknüpft. Zudem unterliegen schuldenfinanzierte Ausgaben der Genehmigung durch übergeordnete Aufsichtsbehörden. In der Vergangenheit hatte sich diese Regelung als strenger erwiesen als die bis Einführung der Schuldenbremse auf Länder und Bundesebene existierenden Beschränkungen, so dass der Schuldenstand der Kommunen weitaus langsamer als jener der Länder gestiegen ist. Die Finanzlage ist zwischen den Kommunen jedoch noch heterogener als zwischen den Bundesländern.

Der Schuldenstand der Länder beträgt derzeit rund 24% des BIP (Kommunen etwa 5%) und ist seit geraumer Zeit etwa halb so groß wie jener des Bundes. Die Verschuldung ist sehr unterschiedlich über die Länder verteilt. Die höchsten Schulden pro Kopf weisen die Stadtstaaten sowie das Saarland, Schleswig-Holstein, Sachsen-Anhalt und Rheinland-Pfalz auf. Insgesamt ist sie seit ihrem Höhepunkt 2010 rückläufig, das gilt jedoch nicht für alle Länder. Etwa 60% des Schuldenstandes wird durch Anleihen finanziert. Dieser Anteil hat sich seit dem Jahr 2000 verdreifacht, das Volumen auf zuletzt rund EUR 370 mehr als verfünffacht. Damit entfallen auf die Länder derzeit rund 22% aller umlaufenden Anleihen der öffentlichen Hand. Auch eine Reihe von Kommunen hat in jüngster Zeit vermehrt auf Anleihen zurückgegriffen, allerdings bleibt dort die Bedeutung der Finanzierung über Anleihen insgesamt derzeit vernachlässigbar (unter 1% der Kommunalverschuldung). Die jüngsten Emissionen sind vor allem gemeinsame Emissionen mehrerer Städte, die mit einem Volumen von 100 bzw. 400 Mio. Euro vergleichsweise große Losgrößen erzielen konnten.

Im ersten Quartal 2014 haben die Bundesländer brutto Anleihen im Volumen von etwa EUR 27 Mrd. in Umlauf gebracht – der Nettoabsatz war jedoch negativ, d.h. die Ländergesamtheit hat im erst Quartal mehr getilgt als neue Schulden aufgenommen. Angesichts der positiven Haushaltsentwicklung in vielen Bundesländern – nur noch 8 Länder wiesen Ende 2013 Defizite aus – ist das u.a. Folge des eingeschlagenen Konsolidierungskurses einer Reihe von Bundesländern, aber natürlich auch weiterhin sprudelnder Steuereinnahmen. Trotz der verbesserten Finanzlage der öffentlichen Haushalte drängen vor allem finanzschwächere bzw. höher verschuldete Länder darauf, gemeinsame Anleihen mit dem Bund aufzunehmen, um von dessen Bonität zu profitieren und die Zinsbelastung zu reduzieren, denn zwischen Länderanleihen und vergleichbaren Bundesanleihen sind teilweise deutliche Zinsspreads von mehr als 100 Basispunkten festzustellen.

⁵ Vgl. hierzu ausführlich Zipfel (2011). Dieses Ausgleichssystem in Verbindung mit der Rechtsprechung des Verfassungsgerichts führt de facto zu einer „Bail-out“-Regelung zwischen Bund und Ländern. Eine Insolvenz von Kommunen und Länder ist in Deutschland gesetzlich nicht vorgesehen.

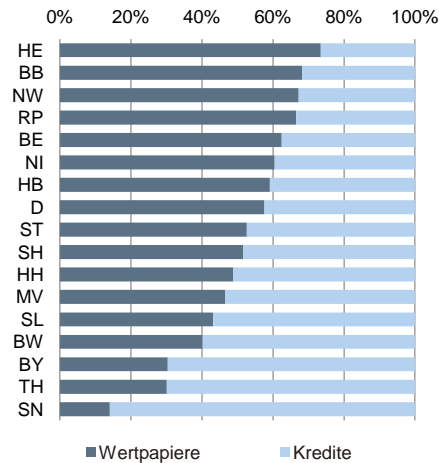


Klein, aber fein? Kapitalmarktfinanzierung subnationaler Gebietskörperschaften

Ausmaß der Finanzierung durch Anleihen sehr unterschiedlich

14

Jeweiliger Anteil am Schuldenstand*, 2013, nur Länderkernhaushalte (ohne Extrahaushalte)



*Wertpapiersschulden (Landesschatzanweisungen) und Kredite

Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

Im Juni letzten Jahres ist die erste Bund-Länder-Anleihe von 10 Bundesländern und dem Bund emittiert worden.⁶ Wie bei den gemeinsam von einer Reihe von Bundesländern begebenen Jumbo-Anleihen haften die beteiligten Gebietskörperschaften allerdings nur anteilig und nicht gemeinsam. Im ersten Monat nach der Emission hat sich dann auch gezeigt, dass der Bund einen Aufschlag im deutlich zweistelligen Bereich (Basispunkte) gegenüber reinen Bundesanleihen hinnehmen musste, die teilnehmenden Länder konnten zwischen 8 und 12 Basispunkte an Ersparnis bei den Finanzierungskosten erzielen.⁷

Der Haupttreiber für die Spreads zwischen den Ländern und dem Bund sind Liquidität sowie die allgemeine Risikoaversion am Markt und weniger die Bonität des einzelnen Emittenten. Hierbei gilt: je höher die Liquidität von Länderanleihen, desto niedriger sind die Zinsaufschläge gegenüber vergleichbaren Bundesanleihen. Je größer die allgemeine Risikoaversion am Markt, desto größer der Zinsspread zwischen Bund und Ländern.⁸ Durch die implizit vorhandene Einstandspflicht bzw. Haftungsgemeinschaft der Gebietskörperschaften füreinander stellen vor diesem Hintergrund die von regionalen und lokalen Gebietskörperschaften in Deutschland begebenen Anleihen eine Alternative zu reinen Bundesanleihen dar.

Das größte Volumen an Anleihen haben derzeit die Länder Nordrhein-Westfalen, Berlin, Niedersachsen, Hessen, Baden-Württemberg und Rheinland-Pfalz im Umlauf. Es liegt jeweils im deutlich zweistelligen Milliardenbereich. Ende 2013 lag der Anteil der Wertpapiersschulden am Schuldenstand mit über 70% in Hessen am höchsten, gefolgt von Brandenburg, Nordrhein-Westfalen, Rheinland-Pfalz, Berlin und Niedersachsen mit Anteilen von jeweils über 60%.⁹

Spanien: Regionen kehren an den Markt zurück

Die regionale Ebene – die 17 Comunidades Autónomas (CA) – spielt in Spanien eine vergleichsweise wichtige Rolle im innerstaatlichen Gefüge und verfügt über 40% des gesamten öffentlichen Budgets, wodurch eine ausreichende Losgröße für die Emission für Anleihen erreicht werden kann. Die Verschuldung der Regionen war vor der Krise zwar mit 6% des BIP ausgesprochen gering, aber allein in den Jahren von 2007 bis 2012 verdreifachte sie sich auf 18%.

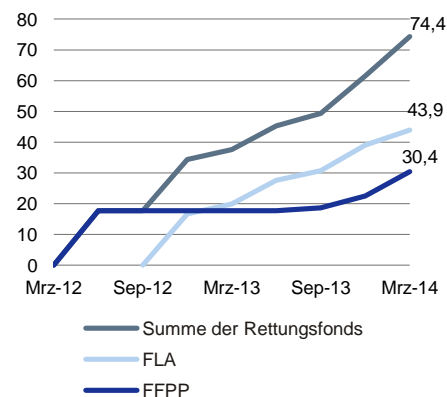
Im Zuge der ab 2011 unaufhörlich steigenden Risikoprämien für spanische Staatsanleihen nahmen die Refinanzierungskosten der CA noch stärker zu als jene der Zentralregierung. Dadurch konnten die Regionen nur noch Anleihen mit kurzer Laufzeit (max. 3 Jahren) emittieren, oder verloren den Marktzugang komplett. In der Folge sah sich die Zentralregierung gezwungen, den CA in mehreren Schritten Notfallliquidität zur Verfügung zu stellen. Im Februar 2012 erhielten die Regionen Zugang zu einer Kreditlinie von EUR 10 Mrd. von der nationalen Förderbank Instituto de Crédito Oficial (ICO). Im März wurde ein Fonds mit einem Volumen von EUR 35 Mrd. geschaffen (FFPP – Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores), der den Regionen und Kommunen Kredite mit einer Laufzeit von 10 Jahren zur Verfügung stellte. Diese Kredite waren zweckgebunden für die Bedienung kurzfristiger Verbindlichkeiten gegenüber Lieferanten, die vor dem 01.01.2012 angefallen waren.

Allerdings war bereits zu diesem Zeitpunkt absehbar, dass die am höchsten verschuldeten CA zusätzliche Finanzhilfen benötigen würden, da die Kosten für die Refinanzierung am Markt weiterhin zu hoch waren. Zugleich hatte die Zentralregierung wenig wirksame Kontroll- und Einflussmöglichkeiten auf die Bud-

Volumen der Rettungsfonds für spanische Regionen

15

in EUR Mrd.



Quelle: Banco de España

⁶ Die Anleihe hat eine Laufzeit von 7 Jahren, das Emissionsvolumen betrug EUR 3 Mrd.

⁷ Siehe Jenkner und Lu (2014).

⁸ Siehe hierzu ausführlich, Zipfel und Zimmer (2013).

⁹ Diese Angaben beziehen sich nur auf die Kernhaushalte (ohne Extrahaushalte).



Klein, aber fein? Kapitalmarktfinanzierung subnationaler Gebietskörperschaften

gets der C. Daher schuf sie im Juli 2012 den Fondo de Liquidez Autonómico (FLA), der den Regionen günstigere Finanzierungsbedingungen im Ausgleich gegen stärkere Eingriffsrechte bot. Aus diesem Fonds wurden 2012 und 2013 insgesamt EUR 39,1 Mrd. ausbezahlt. Für 2014 stehen weitere EUR 23 Mrd. zur Verfügung, wovon in der ersten Jahreshälfte bereits EUR 12,1 Mrd. ausbezahlt wurden. Die Funktionsweise des FLA wird in Box 16 beschrieben.

Für die Zentralregierung war die Schaffung des FLA jedoch keine billige Lösung, denn dadurch kam es zu einem Risikotransfer von den Regionen auf den Staat. Jenkner und Lu (2014) schätzen, dass sich dadurch die Risikoprämie für spanische Staatsanleihen zunächst um 70 Basispunkte erhöht hat. Mit dem Rückgang der Risikoprämien in der Peripherie hat sich allerdings auch der Aufschlag für den Transfer regionaler Budgetrisiken wieder deutlich verringert.

Der Rettungsfonds für spanische Regionen: „Fondo de Liquidez Autonómico“

16

Um die Regionen kurzfristig mit Liquidität zu versorgen, schuf die spanische Regierung 2012 den Fondo de Liquidez Autonómico (FLA). Damit wurde die Kapitalbeschaffung der Regionen zentralisiert und ihre Refinanzierungskosten gesenkt. Der Zugang wurde jedoch an fiskalische Auflagen und Überwachung durch fortlaufendes Monitoring der regionalen Budgetpläne geknüpft.

Die Teilnahme am FLA ist im Prinzip „freiwillig“. Jene CAs, die ihren Finanzbedarf selbst decken konnten – entweder weil sie kaum verschuldet waren oder noch zu tolerierbaren Kosten Anleihen ausgeben konnten – verzichteten auf Mittel aus dem FLA. In den Jahren 2012 und 2013 nahmen insgesamt 9 von 17 CA den FLA in Anspruch: Andalusien, Asturien, Baleraren, Kanarische Inseln, Kantabrien, Kastilien-La Mancha, Katalonien, Murcia und Valencia. Zusammen kommen diese CA auf 71% der gesamten regionalen Verschuldung und auf 58% des BIP in Spanien.

Der FLA wurde für 2012 mit einem Volumen von 18 Mrd. EUR ausgestattet, das einerseits über die Emission von staatlichen Anleihen finanziert wurde und zusätzlich durch eine einmalige Zahlung von EUR 6 Mrd. aus der staatlichen Lotterie aufgestockt wurde. 2013 wurde der FLA um 23 Mrd. EUR erhöht, wovon ca. EUR 20 Mrd. ausbezahlt wurden. Bis Jahresmitte 2014 erhielten die FLA-Regionen weitere EUR 12 Mrd., von denen 80% allein nach Andalusien, Katalonien und Valencia gingen. Das Volumen kann prinzipiell weiter erhöht werden, aber die zuletzt deutlich verbesserten Finanzierungsbedingungen der Regionen dürften eher dazu führen, dass die Regionen mittelfristig weniger auf den FLA angewiesen sein werden.

Der FLA ermöglicht es den teilnehmenden Regionen, sich langfristig Kapital zu beschaffen (10 Jahre, plus 2 Jahre Tilgungsaufschub) und das zu fast denselben Konditionen wie der Zentralstaat (10 Basispunkte über Staatsleihen). Auf dem Höhepunkt der Staatsschuldenkrise bedeutete dies für die teilnehmenden Regionen einen Vorteil von deutlich mehr als 100 Basispunkten). Dass die CAs im Gegenzug eine stärkere Budgetüberwachung und mehr Eingriffsrechte der Zentralregierung hinnehmen müssen, war vor allem im Falle von Katalonien politisch brisant.

Der FLA funktioniert wie folgt:

- Teilnehmende CA müssen bis 30. September ihren Refinanzierungsbedarf für das kommende Jahr anmelden.
- Die Zentralregierung nimmt die benötigten Mittel zusammen mit ihrem eigenen Finanzbedarf über Anleihen auf und gibt sie im Rahmen einer Kreditvereinbarung an die CA weiter. Als Sicherheit dient der Anteil einer Region an zentral erhobenen Steuern.
- Hilfen aus dem FLA sind mit fiskalischer und finanzieller Konditionalität verbunden. Fiskalische Konditionalität impliziert, dass die CA einen Plan zum Abbau des Defizits vorlegen und diesen von der Zentralregierung genehmigen lassen muss. Die Regionen sind zu monatlicher Berichterstattung bezüglich der Budgetentwicklung verpflichtet. Wenn ein Risiko für die Ziele des Konsolidierungsplans besteht, kann die Zentralregierung direkt in das Budget eingreifen. Finanzielle Konditionalität bedeutet, dass neue Kreditaufnahmen die Erlaubnis der Zentralregierung erfordern, auch wenn sie außerhalb des LFA erfolgt (z.B. Kredite mit kurzer Laufzeit).
- Der FLA wird über Staatsanleihen finanziert, vom Finanzministerium überwacht und von der staatlichen Förderbank Instituto de Crédito Oficial verwaltet.

Quelle: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (2014)

Im Zuge der verschärften Schuldenregeln im Rahmen des EU-Fiskalpaktes trat im April 2012 außerdem das Gesetz für Budgetstabilität und finanzielle Nachhaltigkeit (Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera) in Kraft. Damit wurden den Regionen als fundamentale Prinzipien sowohl eine Budgetregel (strukturell ausgeglichener Haushalt) als auch eine Ausgabenregel (Anstieg der Ausgaben geringer als mittelfristige Wachstumsrate des BIP) auferlegt. Für die Umsetzung wurde eine Reihe präventiver Mechanismen installiert, z.B. ein Frühwarnsystem und ein geringerer finanzieller Spielraum der Regionen



Klein, aber fein? Kapitalmarktfinanzierung subnationaler Gebietskörperschaften

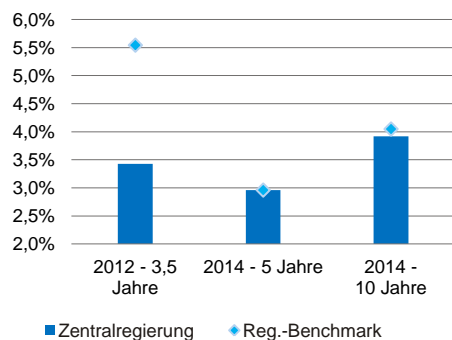
bei frühzeitigem Erreichen der Budgetgrenzen. Darüber hinaus gibt es auch korrektive Mechanismen wie eine verschärfte Berichtspflicht und die Vorgabe, für jede weitere Aufnahme der Schulden die Erlaubnis der Zentralregierung einzuholen. Bei fortgesetztem Fehlverhalten drohen den CA sogar der Verlust von finanzieller Unterstützung und finanzielle Strafen. Damit geht das spanische Stabilitätsgesetz über die Mindestanforderungen des EU-Fiskalpakts hinaus.¹⁰

Weiterhin hat die Zentralregionen eine Obergrenze für die Kosten von Bondemissionen festgelegt. Falls eine Autonome Region einen Aufschlag von mehr als 75 Basispunkten auf spanische Staatsanleihen mit gleicher Laufzeit zahlen müsste, darf sie sich nur noch über den FLA verschulden.

2014: Erfolgreiche Emissionen der spanischen Regionen

Yields: Spanien und autonome Gemeinschaften

17

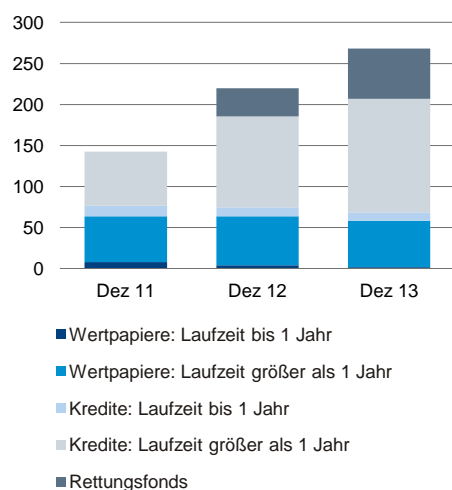


Quellen: Deutsche Bank Research, Banco de España

Verschuldungsstruktur der Regionen Spaniens

18

in Mrd. EUR



Quelle: Banco de España

Auf dem Höhepunkt der Staatsschuldenkrise im Jahr 2012 mussten die Regionen weitaus höhere Zinsen als der Zentralstaat bezahlen, um ihre Anleihen überhaupt noch am Kapitalmarkt platzieren zu können. Während Staatsanleihen mit 3,5 Jahren Laufzeit im Januar 2012 eine Rendite von 3,4% hatten, mussten vergleichbare regionale Benchmarks im Schnitt 5,5% bieten – ein Aufschlag von ca. 200 Basispunkten (siehe Grafik 17).¹¹ Auch zwischen den Regionen gab es 2012 große Unterschiede. Aragonien musste sogar eine Rendite von 6,1% bieten, während bei der Region Madrid eine Verzinsung von 4,6% ausreichte.

Inzwischen sind nicht nur die Renditen der spanischen Staatsanleihen deutlich gesunken, sondern auch die Differenz zu den regionalen Bonds. Ende April 2014 hatten 5-jährige spanische Staatsanleihen mit ca. 3% annähernd die gleiche Rendite wie der regionale Benchmark. Bei den 10-jährigen Anleihen ergab sich im Durchschnitt ein minimaler Aufschlag von 13 Basispunkten auf die Staatsanleihen. Wirtschaftlich solide Regionen können sich somit also zu annähernd gleichen Kosten wie die Zentralregierung refinanzieren.

Die Finanzlage der Regionen spiegelt sich in der Verschuldungsstruktur wider. Seit 2011 ist sowohl der Anteil der Bonds mit kurzer Laufzeit an der Gesamtverschuldung als auch ihr Volumen stark zurückgegangen. Diese Tendenz ist zwar auch bei den kurzfristigen Krediten sichtbar, aber weit weniger ausgeprägt als bei den Anleihen. Dafür haben die Rettungsfonds inzwischen einen substantiellen Anteil an der regionalen Verschuldung (ca. 20%). Ein eindeutig steigender Trend lässt sich bei den langfristigen Wertpapieren erkennen. Die Tatsache, dass sich Spanien wieder relativ günstig am Kapitalmarkt verschulden kann, sollte dafür sorgen, dass die Nicht-FLA-Regionen weiterhin verstärkt längerfristige Anleihen platzieren werden.

Zwischen Januar und April 2014 haben die spanischen Regionen knapp EUR 6,5 Milliarden, am Kapitalmarkt aufgenommen. Die emittierten Bonds haben Laufzeiten zwischen drei und 30 Jahren und mehr als die Hälfte des Volumens entfällt auf die Region Madrid. Es ist zu erwarten, dass sich die CA in der nächsten Zeit weiterhin zu ähnlichen Kosten wie die Zentralregierung verschulden können. Dies trifft insbesondere auf Regionen mit einer soliden Finanzlage zu, die keine Hilfen der Rettungsfonds FLA in Anspruch nehmen mussten. Kurzfristig ist ein weiterer Anstieg der Hilfskredite aus Rettungsfonds nicht auszuschließen, da die Regionen ihre Schulden mit kurzen Laufzeiten nur sukzessive in längerfristige Verschuldung transformieren können. Insgesamt jedoch ist die

¹⁰ Siehe auch die Präsentation des spanischen Finanzministeriums zu den Inhalten des Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera. http://www.thespanisheconomy.com/stfls/tse/ficheros/2013/agosto/120524_Budgetary_Stability_and_Financial_Sustainability.pdf

¹¹ Der regionale Benchmark ergibt sich aus laufzeitähnlichen Anleihen, die innerhalb weniger Wochen um die Emission der Zentralregierungsanleihe ausgegeben wurden. Für 2012 wurden Anleihen von Navarra, Madrid und Aragonien verwendet. Für 2014 wurden Anleihen von Madrid und Aragonien (5-jährige), sowie Navarra, Madrid und Extremadura (10-jährige) herangezogen.



Klein, aber fein? Kapitalmarktfinanzierung subnationaler Gebietskörperschaften

Inanspruchnahme von Hilfskrediten aus dem FLA für die Regionen als zunehmend unattraktiv einzuschätzen.

Spanien: Regionale Anleiheemissionen von Januar bis April 2014

19

Emittent	Volumen in Mio.	Kupon in %	Ausgabedatum	Laufzeit in Monaten
Aragonien	24,20	4,420	23.01.2014	171
Aragonien	625,00	2,875	10.02.2014	60
Aragonien	75,00	5,150	14.02.2014	275
Aragonien	50,00	4,000	20.02.2014	104
Baskenland	350,00	2,000	18.03.2014	52
Extremadura	300,00	3,875	14.03.2014	120
Extremadura	27,50	3,800	15.04.2014	132
Galicien	500,00	1,890	12.02.2014	34
Kastilien und León	650,00	4,000	06.03.2014	121
Madrid	1.400,00	2,875	06.02.2014	62
Madrid	131,30	5,000	12.02.2014	264
Madrid	1.600,00	4,125	19.02.2014	123
Madrid	21,60	5,250	26.02.2014	360
Madrid	59,00	5,125	03.03.2014	348
Madrid	424,00	3,875	28.02.2014	102
Navarra	88,80	3,950	14.02.2014	120
Navarra	140,00	3,587	14.02.2014	96
Gesamtvolumen	6.466,40			

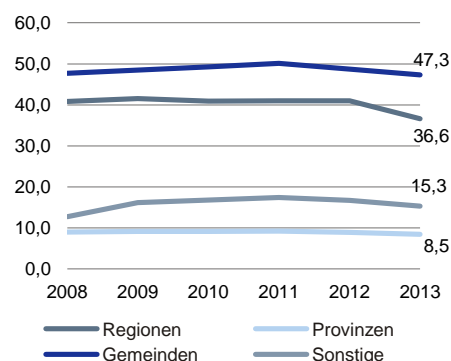
Quelle: Banco de España

Italien: Geringe Bedeutung von Anleihen

Allmählicher Rückgang der lokalen Verschuldung in Italien

20

in EUR Mrd.



Quelle: Banca d'Italia

Italien ist zentralstaatlich organisiert und die Gebietskörperschaften genießen nur eingeschränkte Autonomie. Zwar nehmen die Transfers an die Sub-Sovereigns als Anteil ihrer Gesamteinnahmen seit den 80er Jahren ab und liegen derzeit auf einem Niveau von 40%¹², dennoch sind die Regionen durch einen komplexen Katalog aus nationalen Regeln stark beschränkt. Auf regionaler Ebene gibt es zwar seit einer Gesetzesänderung 2008 – rein rechtlich – größere Spielräume bei der Gewerbesteuer, diese werden aber kaum umgesetzt. Auch bei anderen Steuern gab es Bemühungen, mehr Kompetenzen an die Regionen zu übertragen, allerdings meist mit nur mäßigem Erfolg.¹³

Die subnationale Verschuldung Italiens betrug 2013 ca. EUR 108 Mrd., was 6,5% der gesamten Staatsverschuldung entspricht. Dabei entfielen rund 34% auf die Regionen, 8% auf die Provinzen, 44% auf die Gemeinden und 14% auf sonstige lokale Institutionen. Seit 2011 ist die Verschuldung auf allen Ebenen gesunken, was zum einen durch einmalige Interventionen des Zentralstaates, zum anderen durch neue Budgetbeschränkungen zu erklären ist. Grundsätzlich haben die Regionen und Kommunen kein Recht zur antizyklischen Verschuldung und müssen ein ausgeglichenes Budget aufweisen.¹⁴ In den letzten Jahren wurden zahlreiche Gesetze zur Verringerung der (subnationalen) öffentlichen Verschuldung verabschiedet oder modifiziert, z.B. der Stabilitätspakt (*patto di stabilità interno*) und der Gesundheitspakt (*patto per la salute*; Box 21).¹⁵ Der

¹² OECD Fiscal Decentralisation Database;

<http://www.oecd.org/ctp/federalism/oecd-fiscal-decentralisation-database.htm>

¹³ Siehe Longobardi (2013)

¹⁴ Siehe Gagliano (2013)

¹⁵ Siehe hierzu und im Folgenden Gagliano (2013) sowie Dipartimento del Tesoro (2013). Economic and Financial Document – Italy's Stability Programme:



Klein, aber fein? Kapitalmarktfinanzierung subnationaler Gebietskörperschaften

Der Gesundheitspakt

21

Knapp die Hälfte der öffentlichen Ausgaben unterhalb der Zentralregierung entfallen auf das Gesundheitswesen. Die Finanzierung erfolgt über die Umverteilung regionaler Steuereinnahmen. Die regional erhobene Gewerbesteuer wird auf nationaler Ebene zusammengefasst und als zweckgebundener Transfer unter den Regionen aufgeteilt, welche die Gelder entsprechend den staatlichen Vorgaben einsetzen.¹⁶ Die Zentralregierung schreibt dabei ein Mindestniveau für die Grundversorgung vor, darüber hinaus haben die Regionen Spielraum in der Gestaltung der Leistungen.

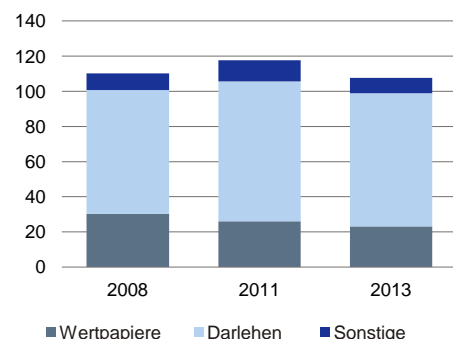
Im Rahmen des Gesundheitspakts wurden mehrere Maßnahmen für 2013-2015 verabschiedet, um eine ausgeglichene Finanzierung des Gesundheitssystems sicherzustellen:

- Ein Mechanismus der zu automatischen Steuererhöhungen führt, falls der Gesundheitshaushalt nicht ausgeglichen ist.
- Ein Plan zum effizienteren Umgang mit Staatstransfers.
- Ein Plan für Ausgabenkürzungen und ein Fonds zur vorübergehenden Deckung der Defizite für strukturell schwache Regionen.

Verschuldungsstruktur lokaler Gebietskörperschaften in Italien

22

in EUR Mrd.



Quelle: Banca d'Italia

Stabilitätspakt zielt auf die Verschuldung außerhalb des Gesundheitswesens ab und enthält zahlreiche Werkzeuge zur Überwachung und Sanktionierung der Lokalregierungen. So wird jedes Jahr ein Stabilitätsgesetz für die nächsten drei Jahre verabschiedet, das zahlreiche Pläne zur Ausgabenkürzung und Vorgaben zur Verschuldung für die Regionen enthält. Im Jahr 2013 durften Ausgaben für Neu- und Altverschuldung nicht mehr als 6% der Gesamtausgaben ausmachen, 2014 sollen es nur noch 4% sein. Bei Nichteinhaltung der Vorgaben drohen den Regionen empfindliche Einschränkungen, z.B. Einstellungsstopps, Kürzungen bei öffentlichen Gehältern oder anderen Ausgaben.

Aufgrund der stabilen regionalen Schuldenentwicklung und der geringeren Bedeutung der Regionen und Provinzen musste im Gegensatz zu Spanien kein permanenter Hilfsfonds für die Regionen eingerichtet werden. Allerdings hat die italienische Entwicklungsbank Cassa Depositi e Prestiti, die zu 80% dem Finanzministerium gehört,¹⁷ den Regionen Hilfskredite gewährt, die für die Zahlung von Verbindlichkeiten bestimmt sind. Sie haben einen Zinssatz von nur 3% bei einer Laufzeit von 30 Jahren und sind für ein Jahr tilgungsfrei. 2013 wurden insgesamt EUR 10 Mrd. für alle subnationalen Ebenen bereitgestellt. 2014 stehen weitere 5 Mrd. für die Regionen, 9 Mrd. für die regionalen Gesundheitskassen und 2 Mrd. für andere lokale Institutionen zur Verfügung.¹⁸

Die lokalen Gebietskörperschaften verschulden sich zunehmend weniger am Kapitalmarkt. Der Wertpapierumlauf geht seit 2008 zurück (Grafik 22) und von den Regionen gibt es seit 2007 keine nennenswerten Neuemissionen. Die Darlehen sind bis 2011 auf EUR 80 Milliarden angewachsen, seitdem wieder auf 76 Milliarden zurückgegangen. Mittelfristig ist nicht damit zu rechnen, dass Anleihen als Finanzierungsinstrumente wieder an Bedeutung für subnationale Einheiten in Italien gewinnen. Der eher komplexe und sich häufiger ändernde Regelkatalog für fiskalische Disziplin droht einerseits die Transparenz für Anleger zu schmälern, andererseits den Spielraum für Neuemissionen zu verringern. Gleichzeitig sind die bereitgestellten Notfallkredite attraktiv genug, um auf kurzfristige und teurere Liquiditätsbeschaffung am Kapitalmarkt zu verzichten.

Frankreich: Kreditfinanzierung dominiert – mehr Anleihefinanzierung angestrebt

Trotz der ausgeprägten zentralistischen Tradition Frankreichs ist das Land grundsätzlich dezentral in drei Stufen gegliedert – den Kommunen, Départements und Regionen. Seit 1981 (1982/83, 2003, 2010, 2013f.) hat es mehrere Reformen zur Dezentralisierung gegeben, die den subnationalen Gebietskörperschaften mehr Autonomie auf der Einnahmen- und Ausgabenseite gebracht haben.¹⁹ Seitdem dürfen diese in eigener Verantwortung selbständig tätig werden, und seither ist es ihnen auch gestattet, Kredite aufzunehmen – allerdings nur für Investitionen.²⁰ 2010 wurde mit Abschaffung der Tax professionnelle zwar die Steuerautonomie wieder eingeschränkt, die seit 2013 angestrebten Reformen sollen das aber wieder rückgängig machen.

http://www.dt.tesoro.it/en/analisi_programmazione_economico_finanziaria/documenti_programmatici/sezione3/def_assistenza.html

¹⁶ Siehe Thomson et al. (2013).

¹⁷ Siehe ausführlich <http://www.cassadp.it/en/company-profile/facts-and-figures/shareholding.html>

¹⁸ Siehe Angelelli et al. (2013).

¹⁹ Siehe Französische Nationalversammlung (2014). <http://www2.assemblee-nationale.fr/decouvrir-l-assemblee/role-et-pouvoirs-de-l-assemblee-nationale/les-institutions-francaises-generalites/l-organisation-territoriale-de-la-france> (12. Juni 2014). 2010 wurde die Steuerautonomie eingeschränkt, jüngst ist dies wieder rückgängig gemacht worden.

²⁰ Siehe OFL (2013) sowie <http://www.collectivites-locales.gouv.fr/finances-locales>

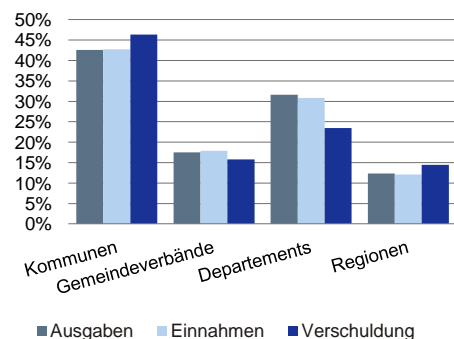


Klein, aber fein? Kapitalmarktfinanzierung subnationaler Gebietskörperschaften

Kommunen wichtigste subnationale Gebietskörperschaft in Frankreich

23

Anteilige Ausgaben, Einnahmen und Verschuldung an der jeweiligen subnationalen Gesamtmasse; 2012



Quelle: DGFIP

Die subnationalen Gebietskörperschaften vereinen je nach Abgrenzung zwischen 35 und 40% der gesamten Staatsausgaben. Davon entfällt der Löwenanteil von knapp 60% auf Gemeinden und Gemeindeverbände, die Départements vereinen gut 30% auf sich und ca. 10% liegen bei den Regionen. Ähnlich sind auch die Anteile der jeweiligen Ebene am gesamten Schuldenstand der subnationalen Gebietskörperschaften verteilt. Lediglich etwa 6% des gesamten Schuldenstandes werden durch Wertpapiere finanziert – 2013 waren es gut EUR 10 Mrd. Seit 2011 sehen sich die subnationalen Gebietskörperschaften sowohl mit einem Rückgang des Kreditangebots als auch steigenden Margen sowie kürzeren Laufzeiten konfrontiert.²¹ Dies ist eine generelle Folge der Finanzkrise sowie der stark reduzierten Aktivität etablierter Anbieter wie der Dexia. Allerdings hat sich in 2013 abgezeichnet, dass sich durch das Auftreten staatlich kontrollierter Banken wie der CDC (Caisse des Dépôts et Consignations) und der Europäischen Investitionsbank (EIB) die Finanzierungsmöglichkeiten zumindest auf kurze Sicht wieder verbessert haben.²² Ein substantieller Teil dieser Mittel stammt jedoch aus von der französischen Zentralregierung bereitgestellten Geldern und steht daher nicht dauerhaft zu Verfügung.

Die Anleihefinanzierung gewinnt für die subnationalen Gebietskörperschaften zunehmend an Bedeutung. Ende 2013 wurde eine kommunale Finanzagentur gegründet, die Ende 2014 die erste Anleihe am Markt platzieren und den subnationalen Gebietskörperschaften den Gang an den Kapitalmarkt erleichtern wird.²³

Die Agence France Locale im Detail

24

Das französische Modell der kommunalen Finanzagentur ist an skandinavische Finanzagenturen angelehnt. Die „Agence France Locale“ (AFL) besteht aus einer Muttergesellschaft (Société Territoriale, eine Aktiengesellschaft), an der die Gebietskörperschaften zu 100% beteiligt sind, und einer Tochtergesellschaft (Société Opérationnelle). Letztere, im Prinzip eine Bank, übernimmt die operative Rolle, also die Emission von Anleihen auf dem Kapitalmarkt und die Weitergabe der Mittel an die Gebietskörperschaften. In der Muttergesellschaft wird die strategische Ausrichtung bestimmt.

Teilnehmen können nicht nur Kommunen, sondern auch Départements und Regionen. Die Höhe am Stammkapital der Muttergesellschaft bemisst sich u.a. nach Wirtschaftskraft und Verschuldung. Die Teilnahme ist freiwillig. Voraussetzung ist eine solide Finanzlage bzw. ein internes Rating. Fällt die Prüfung negativ aus, bleibt der Gebietskörperschaft eine Kreditaufnahme über die Agentur verwehrt.

Die AFL darf an die Gebietskörperschaften nur einfache Kredite vergeben, strukturierte Produkte sind nicht zugelassen. Nicht mehr als 50% des Finanzierungsbedarfs kann über die AFL gedeckt werden. Kein Teilnehmer darf mehr als 5% des Grundkapitals erhalten. Hat sich eine Gebietskörperschaft für eine Teilnahme entschieden und Anteile an der Muttergesellschaft erworben, so müssen diese mindestens 10 Jahre gehalten werden. Die Einlagen aller Gebietskörperschaften sollen bis 2025 auf etwa EUR 605 Mio. steigen.

Die Finanzierung der Tochtergesellschaft ist über Anleihen vorgesehen – Ziel ist ein breites Laufzeitspektrum von 3 Monaten bis 10 Jahren. Die durchschnittliche Laufzeit soll aber bei mehr als 6 Jahren liegen. Jährlich soll es 3 bis 4 Emissionen geben, diese sollen primär in Euro erfolgen, aber auch in anderen Währungen möglich sein. Risiken (z.B. Zinsänderungen) sollen durch Gegengeschäfte abgesichert werden können. Die erste Emission ist für November oder Dezember 2014 geplant. Dieser zeitliche Rahmen gilt auch für die erste Vergabe von Krediten an Gebietskörperschaften. Geplant ist eine Anleihe mit einem Volumen von EUR 750 Mio. bis EUR 1 Mrd.

Derzeit sind etwa 50 Gebietskörperschaften Anteilseigner der AFL. In zehn Jahren soll etwa die Hälfte aller Gebietskörperschaften ihren Kapitalbedarf zum Teil durch die AFL decken. Da jedes Mitglied maximal 50% seines Refinanzierungsbedarfs über die AFL aufnehmen darf (bzw. 100% falls die Summe unter EUR 1 Mio. liegt), würden somit bis zu 50% des gesamten Finanzbedarfs der französischen Gebietskörperschaften (EUR 4 Mrd.) abgedeckt werden.

Zentrales Element ist die Ausgestaltung der Haftung. Im Rahmen der AFL existieren zwei verschiedenen Garantien. Zum einen eine Mitgliedergarantie und zum anderen eine Garantie durch die Muttergesellschaft. Erstere besteht in Höhe aller an die Mitglieder vergebenen Kredite, wobei jedes Mitglied bis zur Höhe der von ihm aufgenommenen Mittel haftet. Die Garantiezusage der Muttergesellschaft entspricht der gesamten Verschuldung der Tochtergesellschaft. Letztlich liegt also im Prinzip eine gesamtschuldnerische Haftung der beteiligten Gebietskörperschaften vor, die für die einzelne Gebietskörperschaft auf die individuelle Kredithöhe begrenzt ist.

Quelle: AFL (2014)

²¹ Siehe hierzu und im Folgenden OFL (2013).

²² Siehe S&P (2014a).

²³ Bereits 2012 hat es eine gemeinsame Emission von 44 Gebietskörperschaften im Volumen von EUR 600 Mio. gegeben – ohne eine gemeinsame Agentur. Standard&Poor's erwartet eine Verdreifachung des Anteils der Anleihefinanzierung auf etwa 15%. Siehe S&P (2014a).



Klein, aber fein? Kapitalmarktfinanzierung subnationaler Gebietskörperschaften

Unter Francois Holland soll es nunmehr zu einer weiteren Reform kommen, bei der die Regionen erneut mehr Autonomie und Mittel erhalten sollen. Gleichzeitig sollen jedoch auch die Strukturen gestrafft und Kompetenzen klarer abgegrenzt werden. In diesem Rahmen ist auch geplant, die Zahl der Regionen deutlich zu verringern.

Vereinigtes Königreich – Bislang kaum Finanzierung über den Kredit- oder Kapitalmarkt

Das Vereinigte Königreich ist ein sehr zentralisiertes Land – trotz der Existenz von drei Ebenen von Gebietskörperschaften – Kommunen, Counties (mit den getrennten Einheiten von Polizei und Feuerwehr) sowie den drei Ländern Schottland, Wales und Nord-Irland. Nur Schottland genießt mittlerweile deutliche Autonomie. Die lokalen Gebietskörperschaften im VK – etwa 400 – haben nur sehr geringe Befugnis über eigene Steuern – auch die Ausgaben sind stark reguliert.²⁴ Mehr als 70% der Einnahmen bestanden zuletzt aus Zuweisungen – wesentlich mehr als in vielen anderen OECD-Staaten. Wichtigste eigene Steuer ist die Council Tax, sie macht aber nur etwa 5% des Gesamtsteueraufkommens und etwa 17% der Einnahmen der subnationalen Gebietskörperschaften aus. Ihre Bedeutung ist in den letzten Jahren jedoch stetig gestiegen. Rund ein Viertel aller staatlichen Ausgaben werden von der subnationalen Ebene getätigt – überwiegend in den Bereichen Bildung, Soziales und Wohnungsbau.²⁵

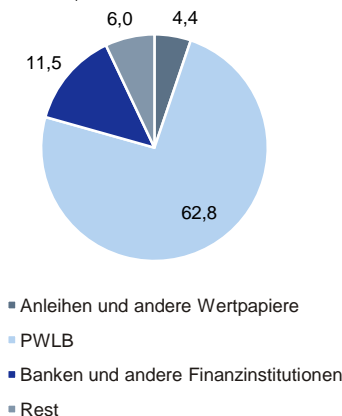
Die Verschuldung der subnationalen Gebietskörperschaften betrug zuletzt rund GBP 85 Mrd.²⁶ 99% davon sind langfristige Verbindlichkeiten (Laufzeit im Schnitt 20 Jahre). Die Mittelaufnahme ist im Wesentlichen nur für Investitionen (Infrastruktur) möglich. Bis 2004 war die Verschuldung durch spezifische Vorgabe der Zentralregierung limitiert. Seither braucht es keine Genehmigung mehr, vielmehr dürften für Investitionen Kredite aufgenommen werden, solange die Gebietskörperschaft in der Lage ist, den Schuldendienst zu leisten.²⁷ Drei Viertel des Finanzierungsbedarfs der subnationalen Gebietskörperschaften werden derzeit über das beim britischen Schatzamt angesiedelte Public Works Loan Board (PWLB) finanziert. 15 % werden über Banken und andere Finanzinstitutionen und nur gut 5% über den Kapitalmarkt abgedeckt. Letzteres entsprach zuletzt etwa GBP 4,5 Mrd. und betrifft derzeit fast ausschließlich subnationale Gebietskörperschaften in England. Das PWLB finanziert sich über den Kapitalmarkt und verleiht die Mittel als Kredite an die Kommunen weiter. Die Zinssätze für die Kredite werden durch das PWLB festgelegt. Als Referenz fungiert die Rendite britischer Staatsanleihen („Gilts“) plus einen Aufschlag. Dieser Aufschlag liegt derzeit bei 60 bis 100 Basispunkten.

Auch im Vereinigten Königreich wird derzeit am Aufbau einer kommunalen Finanzagentur (Municipal Bond Agency) gearbeitet.²⁸ Die Agentur soll im Auftrag der lokalen Gebietskörperschaften Anleihen begeben und die hierdurch generierten Mittel dann als Kredite an die Teilnehmer weiterreichen. Hauptziel ist, mehr Unabhängigkeit von der PWLB zu erlangen und vor allem die Konditionen zu verbessern, d.h. den Spread zu britischen Staatsanleihen möglichst weit zu reduzieren. Ein weiteres Ziel ist aber auch, die Investitionen in Infrastruktur zu erhöhen. Die Teilnahme wäre auch hier freiwillig. Die einzelnen Gebietskörperschaften müssten lediglich Anteile an einer Agentur zeichnen. Der derzeitige Planungsstand sieht vor, dass die erste Anleihe in 2015 begeben wer-

Finanzierung subnationaler Gebietskörperschaften in UK

25

Stand: Q1 2014; in GBP Mrd.



Quelle: DCLG

²⁴ Siehe Lockwood (2013).

²⁵ Siehe hierzu und im Folgenden DCLG (2014), Angaben in diesem Absatz nur für England.

²⁶ Siehe hierzu ebenda, Brady u.a. (2014) sowie die Statistiken unter <https://www.gov.uk/government/statistical-data-sets/live-tables-on-local-government-finance>

²⁷ Hierzu gibt es eigene Beurteilungsrichtlinien.

²⁸ Siehe hierzu und im Folgenden Brady u.a. (2014).



Klein, aber fein? Kapitalmarktfinanzierung subnationaler Gebietskörperschaften

den soll. Dabei wird ein Volumen von in der Regel etwa GBP 250 – 300 Mio. angestrebt, zum Markteintritt soll es jedoch deutlich höher sein. Im Rahmen einer Umfrage wurde zuletzt ein Potenzial von etwa GBP 5 Mrd. in den kommenden 3 Jahren identifiziert. Angedacht ist eine gesamtschuldnerische Haftung bzw. Garantie der teilnehmenden Gebietskörperschaften um ein AAA Rating zu erreichen. Die Gründung der Agentur steht jedoch noch aus.

Unabhängig von der Unabhängigkeitsfrage – Der Weg ist frei für Schottland-Anleihen

Losgelöst von Ausgang des Referendums im September 2014 über die mögliche Unabhängigkeit wird Schottland ab 2015 die Möglichkeit haben, eigene Anleihen herauszugeben. Die rechtliche Grundlage dazu wurde mit dem Scotland Act 2012 geschaffen, der Schottland ab 2015 mehr fiskalische Autonomie zusichert. Durch eine größere Steuerhoheit (u.a. eine eigene Einkommensteuer, die einen Teil der gegenwärtigen landesweiten Einkommensteuer ersetzt) wird der Anteil des Budgets, den das schottische Parlament selbst erheben kann, von gegenwärtig 15 auf ca. 30 Prozent steigen.²⁹ Insgesamt kann Schottland dann bis zu 2,2 Mrd. Pfund über Anleihen herausgeben. Dieses Limit kann zukünftig bei Bedarf erhöht werden, aber darf nicht mehr abgesenkt werden.

Aus rein finanzieller Sicht dürften sich daraus allerdings keine Vorteile für Schottland ergeben. Das bisherige Arrangement sieht vor, dass sich Schottland bei der britischen Regierung für einen Aufschlag von durchschnittlich 20 Basispunkten (je nach Laufzeit) auf britische Staatsanleihen verschulden kann. Die Ökonomen und Kapitalmarktteilnehmer, die sich bei einer von der britischen Regierung initiierten Konsultation zum Scotland Act im May 2013 geäußert haben, erwarten für zukünftige schottische Anleihen einen Aufschlag von 30 bis 120 Basispunkten.³⁰

Die Konsultation erfolgte unter der Prämisse, dass Schottland weiterhin Teil des Vereinigten Königreiches bleibt. Falls sich im anstehenden Referendum eine Mehrheit für die Unabhängigkeit ausspricht, haben einige Rating-Agenturen bereits angekündigt, dass Schottland langfristig mit einem ähnlichen Rating wie das Vereinigte Königreich rechnen könne, zunächst aber wahrscheinlich einen leichten Abschlag hinnehmen müsste.³¹ Wie hoch die effektiven Refinanzierungskosten in diesem Fall sein würden, lässt sich ohne Kenntnis der Modalitäten einer Loslösung (Aufteilung der Staatsschulden zwischen London und Edinburgh, Währungsarrangement, temporärer Verlust der EU-Mitgliedschaft) nicht sinnvoll vorhersagen. Verglichen mit dem Vereinigten Königreich dürften die Kosten jedoch allein schon aufgrund des deutlich niedrigeren Volumens und der damit geringeren Liquidität etwas höher liegen. Auch die fehlende Historie als Anleiheemittent könnte zumindest zu Beginn nachteilig sein.

Ausblick

Der europäische Markt für Anleihen von Sub-Sovereigns ist bisher von den Gebietskörperschaften aus Deutschland dominiert. Aufgrund der schieren Größe der Bundesländer und ihrer im Vergleich großen fiskalischen Autonomie dürfte sich dies auf absehbare Zeit auch nicht ändern. Schließlich erwirtschaften die größten Bundesländer Nordrhein-Westfalen, Bayern und Baden-Württemberg jeweils ein höheres BIP als Länder wie Belgien oder Polen.

²⁹ Siehe HM Treasury (2012).

³⁰ Siehe HM Treasury (2013).

³¹ Siehe S&P (2014b).



Klein, aber fein? Kapitalmarktfinanzierung subnationaler Gebietskörperschaften

Allerdings dürfte der 2013 noch bei 72% liegende Anteil der deutschen Gebietskörperschaften an allen subnationalen Emissionen in Europa auf mittlere Sicht abnehmen. Durch die aktuell relativ solide Haushaltslage der meisten Bundesländer und die in den Länderverfassungen verankerten Schuldenbremsen, die spätestens ab 2020 eingehalten werden müssen, dürfte die Nettokreditaufnahme in den nächsten Jahren eher sinken. Im Gegensatz dazu werden die spanischen Regionen über die nächste Dekade hinweg einen hohen Refinanzierungsbedarf haben; zugleich finden sie aktuell vorteilhafte Bedingungen für die Ausgabe von Anleihen vor. Selbst jene Regionen, die in den letzten Jahren auf Kredite aus dem FLA angewiesen waren, sollten sich wieder zu verbesserten Konditionen über den Kapitalmarkt finanzieren können.

Darüber hinaus haben verschiedene Länder (z.B. Frankreich) Kommunale Finanzagenturen eingerichtet bzw. sind dabei, solche zu gründen, um den Finanzierungsbedarf von lokalen Einheiten stärker zu diversifizieren. Wie sich die Bedeutung dieser Agenturen und ihre Inanspruchnahme durch Kommunen in den nächsten Jahren entwickeln wird, bleibt abzuwarten. Nicht nur das seit 1986 existierende schwedische Pendant lässt jedoch vermuten, dass kommunale Anleiheemissionen dadurch einen deutlichen An Schub erfahren dürften.

Stefan Vetter (+49 69 910-21261, stefan.vetter@db.com)

Frank Zipfel (+49 69 910-31890, frank.zipfel@db.com)

Jan Fritsche



Literatur

- AFL (2014). Agence France Locale. <http://www.agence-france-locale.fr/accueil.aspx>
- Angelelli, C., Conio, E. und Lombardo, F. (2013). New Italian decree 'unlocks' €40bn of state debt. Freshfields Bruckhaus Deringer.
- Blöchliger, H. und Vammalle, C. (2012). Reforming Fiscal Federalism and Local Government: Beyond the Zero-Sum Game. OECD Fiscal Federalism Studies.
- Brady, A.; Andersson, L.; Breedon, F. (2014). The UK Municipal Bond Agency, Establishment of a Local Government Collective Agency for the issue of Local Authority Bonds, Report to the Executive Board of the Local Government Association. <http://www.local.gov.uk/documents/10180/11531/MBA+Report+Final.pdf/037bbcf0-e7f5-4f06-946e-98e7e824ce49>
- Collectivités Locales (2013). <http://www.collectivites-locales.gouv.fr/perequation>
- [DCLG] Department for Communities and Local Government (2014). Local Government Financial Statistics England, N. 24, 2014. <https://www.gov.uk/government/publications/local-government-financial-statistics-england-2014>
- Jenkner, E. und Lu, Z. (2014). Sub-National Credit Risk and Sovereign Bailouts – Who pays the premium? IMF WP/14/20.
- Gagliano, A. (2013). The Introduction of the „Balanced Budget“ Principle into the Italian Constitution: What Perspectives for the Financial Autonomy of Regional and Local Governments? Centre for Studies on Federalism. Perspectives on Federalism. Vol. 5, Issue 1. http://www.on-federalism.eu/attachments/155_download.pdf
- HM Treasury (2012). The Scotland Act 2012: A consultation on bond issuance by the Scottish government. https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/81566/condoc_scotlandact2012_bond_issuance.PDF
- HM Treasury (2013). Summary of responses to the consultation on Scottish Government bond issuance. https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/198225/summary_of_responses_to_consultation_on_scottish_bonds_issuance.pdf
- Kaya, O. und Meyer, T. (2013). Unternehmensanleihen in Europa – Wo stehen wir und wohin geht die Reise? Deutsche Bank Research. EU-Monitor. http://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD000000000302660.PDF
- Lockwood, B. (2013). Federalism in the UK: How Free is Local Government? The CAGE–Chatham House Series, No. 9, September 2013; http://www2.warwick.ac.uk/fac/soc/economics/research/centres/cage/online_publications/briefing/ch_gage_bp_9_web.pdf



Klein, aber fein? Kapitalmarktfinanzierung subnationaler Gebietskörperschaften

- Longobardi, E. (2013). From transfers to tax „co-occupation“: The Italian reform of intergovernmental finance. OECD and Korea Institute of Public Finance, Measuring Fiscal Decentralisation: Concepts and Policies. OECD Publishing.
- Ministerio de Hacienda Y Administraciones Publicas (2014). <http://www.minhap.gob.es/en-gb/areas%20tematicas/financiacion%20autonomica/paginas/financiacion%20autonomica.aspx>
- Moody's (2014). Rating Scenarios for an independent Scottish Sovereign
- OECD (2013). Fiscal Federalism 2014: Making Decentralisation Work. OECD Publishing.
- OFL – Observatoire des finances locales (2013). Rapport de l'observatoire des finances locales, Les Finances des collectivités locales en 2013. [http://www.collectivites-locales.gouv.fr/files/files/OFL_2013\(2\).pdf](http://www.collectivites-locales.gouv.fr/files/files/OFL_2013(2).pdf)
- S&P – Standard & Poor's (2014a). French LRGs' Stable New Borrowings Mask Rising Pressure On Public Finances
- S&P – Standard & Poor's (2014b). Key considerations for rating an independent Scotland
- Thomson, S., Osborn, R., Squires, D. und Jun, M. (2013). International Profiles of Health Care Systems. The Commonwealth Fund. http://www.commonwealthfund.org/~media/Files/Publications/Fund%20Report/2013/Nov/1717_Thomson_intl_profiles_hlt_care_sys_2013_v2.pdf
- Vallier, F. und Boulanger, A. (2012). Subnational public finance in the European Union. Dexia. http://www.eetaa.gr/enimeroseis/17-01-13/Note_CCRC_Dexia_EN.pdf
- Zipfel, F. (2011). Finanzen der Bundesländer. Deutsche Bank Research. Aktuelle Themen. http://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD000000000272758.PDF
- Zipfel, F. und Mann, S. (2012). Einer für alle, alle für Einen? – Kommunale Finanzagentur – ein Überblick. Deutsche Bank Research. Aktuelle Themen. http://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD000000000292227.PDF
- Zipfel, F. und Zimmer, J. (2013). Bundesländeranleihen. Was treibt die „Spreads“ zwischen Bund- und Länderanleihen. Deutsche Bank Research. Aktuelle Themen. http://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD000000000322778.PDF



EU-Monitor

- ▶ Atlantisches Fragment?
Finanzmarktregulierung,
die G20 und TTIP 3. Juli 2014
- ▶ Einrichtungen der betrieblichen
Altersversorgung in Europa:
Anhaltende Herausforderungen 2. April 2014
- ▶ EU-Skeptiker im Aufwind?
Wirtschaftspolitische Implikationen
der Europawahl 31. Januar 2014
- ▶ Re-Industrialisierung Europas:
Anspruch und Wirklichkeit 4. November 2013
- ▶ EU-Bankenunion: Richtige Idee,
schlechte Durchführung 20. September 2013
- ▶ Der EU-Binnenmarkt nach 20 Jahren:
Erfolge, unerfüllte Erwartungen und
weitere Potenziale 19. September 2013
- ▶ Project Bond Initiative:
Projektauswahl für Erfolg entscheidend 23. August 2013
- ▶ Zinsbesteuerung, Amtshilfe und Co.:
Steuerlicher Informationsaustausch
setzt sich durch 5. August 2013
- ▶ Atlantische Einheit im weltweiten Wettbewerb:
T-TIP in Perspektive 2. August 2013
- ▶ Unternehmensanleihen in Europa:
Wo stehen wir und wohin geht die Reise? 11. März 2013
- ▶ Alle Wege führen in die Fiskalunion?
Optionen für mehr fiskalische Integration
in der Eurozone 5. März 2013

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite www.dbresearch.de. Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:
Deutsche Bank Research
Marketing
60262 Frankfurt am Main
Fax: +49 69 910-31877
E-Mail: marketing.dbr@db.com

Schneller via E-Mail:
marketing.dbr@db.com

© Copyright 2014. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg